

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	52,1 PLN
Cena docelowa	67,4 PLN
Kapitalizacja	0,76 mld PLN
Free float	0,31 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	11,43 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Jerzy Wiśniewski	27,15%
Pioneer Pekao IM	18,91%
ING Nationale-Nederlanden Polska OFE	12,92%
Pozostali	41,02%

Strategia dotycząca sektora

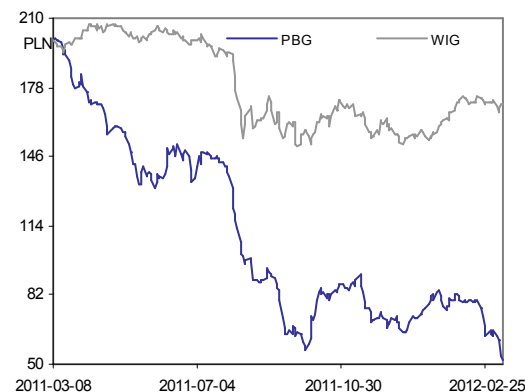
Nowy rok, nowe „rozdanie”. W 2012 roku WIG Budownictwo nie będzie już słabszy, niż szeroki indeks WIG. Szansą sektora budownictwa są inwestycje energetyki, ryzykiem zaś kontrakty drogowe (słabe przepływy operacyjne, brak łatwej akceptacji oszczędności wykonawców). Na tle sektora zalecamy przeważanie małych i średnich spółek nad dużymi. Małe i średnie spółki realizują małe, relatywnie bezpieczne kontrakty, mają też silne bilanse.

Profil spółki

PBG jest wysoce wyspecjalizowaną firmą budowlaną, realizującą obiekty ekologiczne, instalacje z segmentu gazu ziemnego i ropy naftowej, zbiorniki paliw, a także świadczącą usługi budownictwa ogólnego, energetycznego oraz prowadzącą działalność deweloperską.

Ważne daty

30.04.2012 - raport RS 2012
15.05.2012 - raport Q1 2012
31.08.2012 - raport PSr 2012

Kurs akcji PBG na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PBG

PBG PW; PBGG.WA

Kupuj

(Podwyższona)

1,1 mld PLN gotówki ukryte w bilansie

Grupa PBG w 2011 roku wygenerowała 206,5 mln PLN zysku netto (P/E 2011 = 3,6). Spółka stara się o wysoce specjalistyczne kontrakty wartę blisko 30 mld PLN. Ale dziś to już nikogo nie interesuje. Dlaczego? Gdyż rynek obawia się o płynność firmy, w świetle możliwych strat na kontraktach drogowych i wysokiego zadłużenia. Dodatkowe pole do spekulacji rodzą ogłoszone plany uchwał na NWZA (03.04.2012), zakładające możliwość nawet podwojenia kapitału akcyjnego. W naszym raporcie koncentrujemy się na ocenie i analizie Grupy PBG od strony bilansowej. Badamy aktywa, przykładamy dyskonta do nieruchomości, poddajemy w wątpliwość należności. Widzimy szansę na spieniężenie aktywów za 1,12 mld PLN (kwota pomija m.in. Strateg Capital). Z tego jedynie 487,5 mln PLN, czyli 43%, uwzględniamy w wycenie. Pomimo, że opcja znalezienia inwestora branżowego, który obejmie pakiet kontrolny PBG z premią do rynku wydaje nam się realna, w prognozach zakładamy emisję akcji z prawem poboru na kwotę 250 mln PLN. Przyjmujemy też konserwatywne założenia co do ewolucji długu netto (m.in. zauważalny wzrost w Q1 2012). Przyjęte ostrożne założenia pozwalają nam na wyznaczenie ceny docelowej PBG na poziomie 67,4 PLN (poprzednio: 78,5 PLN). Podwyższamy rekomendację z trzymaj do kupuj.

Czy kurs PBG może wzrosnąć 100%?

W wycenie uwzględniamy 43% z całej kwoty zidentyfikowanych dezinvestycji (1,12 mld PLN). Uwzględnienie 100% dezinvestycji w wycenie PBG pozwoliłoby na wyznaczenie ceny docelowej przekraczającej 100 PLN. Do czasu wyjaśnienia szczegółów dotyczących planowanej emisji / obligacji zamiennych na akcje, pozostajemy jednak bardzo ostrożni w prognozach.

Do prognoz zysków 2012 roku radzimy podchodzić elastycznie

W 2012 roku najważniejszy jest bilans i cash flow. Sprzedaż aktywów może wiązać się ze stratami księgowymi i jednocześnie być dla PBG pozytywna. Sprzedaż Hydrobudowy przyniosłaby spadek wskaźnika dług netto / EBITDA 2012 z 3,66 do 2,17. Kłopoty zażegnane. Nie ma emisji. Około 400 mln PLN straty księgowej? Nieistotne! Podobnie należy podejść do możliwych strat z zakończenia kapitałochłonnych kontraktów drogowych.

„Too big to fail”

Gdyby PBG upadło, największe polskie banki poniosłyby po kilkaset mln PLN strat każdy. Poza tym dopuszczenie do utraty płynności przez PBG byłoby nieracjonalne - szczególnie w obliczu aktywów możliwych do zbycia wartych ponad 700 mln PLN. Zwracamy też uwagę, że na koniec 2011 roku PBG miało 300 mln PLN wolnych linii kredytowych, a Rafako podpisało w lutym 2012 umowę kredytową na 300 mln PLN.

Portfel zamówień Grupy PBG

Na rok 2012 Grupa PBG zabezpieczyła zamówienia wartę 4,3 mld PLN. Łącznie z kontraktem na budowę bloków energetycznych w Opolu, portfel zleceń na rok 2013 sięga 2,1 mld PLN (50% wypełnienia).

(mln PLN)	2009	2010	2011	2012P	2013P
Przychody	2 578,0	2 740,3	3 733,8	5 014,6	4 300,3
EBITDA	333,6	319,4	397,3	289,6	366,1
marża EBITDA	12,9%	11,7%	10,6%	5,8%	8,5%
EBIT	286,5	272,7	336,2	210,7	286,8
Zysk netto	210,6	224,3	206,5	88,9	138,4
P/E	3,5	3,3	3,6	11,6	7,5
P/CE	2,9	2,7	2,8	6,2	4,7
P/BV	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,3	4,9	7,1	8,7	6,5
EV/EBITDA kor.			6,6	7,9	5,7
DYield	0,0%	2,7%	2,7%	0,0%	0,0%

Wyniki Q4 2011

Wyniki Grupy PBG za Q4 2011 są lepsze niż oczekiwaliśmy na poziomie operacyjnym (wyższe przychody, wyższy wynik na sprzedaży). Częściowo odpowiadają za to lepsze warunki pogodowe, częściowo zaś konsolidacja wyników Rafako za listopad i grudzień 2011, nie uwzględniana w prognozach. Konsolidacja wyników Rafako dodała 218 mln PLN przychodów i 8 mln PLN EBIT. Pro forma, bez uwzględnienia konsolidacji Rafako, wynik brutto na sprzedaży za Q4 2011 wyniósłby około 130 mln PLN (prognoza: 103,5 mln PLN), przychody zaś 1135 mln PLN. Marża brutto na sprzedaży pro forma wyniosłaby 11,4%, tzn. byłaby zgodna z oczekiwaniami.

Wyniki na poziomie EBIT zaniżają pozostałe koszty operacyjne netto w kwocie 37,7 mln PLN (głównie rewaluacja udziałów w Rafako na -21,9 mln PLN). Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 7,4 mln PLN (bardzo mało, jak na spółkę z 1,46 mld PLN długu netto). Zyski akcjonariuszy mniejszościowych wyniosły 11,5 mln PLN. W podziale na segmenty działalności, uwagę zwraca relatywnie słaby wynik segmentu gazu i ropy (marża: 10,8%), bardzo dobry wynik energetyki (marża: 16,7%) oraz wody (marża: 16%).

Wyniki Grupy PBG w Q4 2011 vs. prognoza DI BRE i konsensus PAP

(mln PLN)	IVQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	IVQ 2011 pro forma *	Konsensus PAP	Różnica	IVQ 2010	Zmiana
Przychody	1 353,3	900,0	50,4%	1 135,3	1 000,0	35,3%	809,2	67,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	160,3	103,5	54,8%	129,9	-	-	90,3	77,5%
%	11,8%	11,5%	-	11,4%	-	-	11,2%	-
EBIT	70,1	71,7	-2,2%	-	73,3	-4,3%	101,3	-30,8%
%	5,2%	8,0%	-	-	7,3%	-	12,5%	-
Zysk brutto	62,7	46,3	35,4%	-	-	-	98,0	-36,0%
Zysk netto	30,9	30,8	0,2%	-	33,0	-6,5%	85,3	-63,8%
%	2,3%	3,4%	-	-	3,3%	-	10,5%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Grupa PBG; PAP; * wyniki skorygowane o konsolidację wyników Rafako

Wyniki Grupy PBG w segmentach działalności

(mln PLN)	Przychody	Zysk brutto na sprzedaży	Marża %
Gaz ziemny i ropa naftowa	239,2	25,7	10,8%
Woda	177,2	28,4	16,0%
Budownictwo ogólne	219,5	15,2	6,9%
Budownictwo drogowe	376,3	20,6	5,5%
Energetyka	331,6	55,3	16,7%
Pozostałe	9,5	15,0	156,7%
Suma	1 353,3	160,3	11,8%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Grupa PBG

Operacyjne przepływy pieniężne wyniosły w Q4 2011 jedynie 9,1 mln PLN. Przepływy inwestycyjne wyniosły 2,6 mln PLN, przepływy finansowe zaś 147,6 mln PLN. Dług netto na koniec roku wyniósł 1,46 mld PLN – tzn. był zgodny z oczekiwaniami (oczekiwaliśmy słabego operacyjnego cash flow na koniec roku). W komentarzu do raportu PBG przyznaje, że od Q4 2011 uznało, że utraciło kontrolę nad spółkami zależnymi PBG Erigo, przekształconymi zgodnie ze strukturą FIZ. W efekcie, spółki zostały zdekonsolidowane i będą wyceniane w wartości godziwej jak aktywa finansowe. Spółki nie były finansowane z kredytów – PBG nie dokonało dekonsolidacji części zadłużenia.

Wyniki pozostałych spółek z Grupy PBG

Wyniki Grupy Hydrobudowa Polska w Q4 2011

Hydrobudowa w Q4 2011 wygenerowała 588,7 mln PLN przychodów, 35,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 6,0%), 16,6 mln PLN EBIT i 6,4 mln PLN zysku netto. Operacyjne przepływy wyniosły 146,8 mln PLN. Na koniec Q4 2011, dług netto spadł do 448,6 mln PLN. Uważamy, że w 2012 roku zadłużenie netto Hydrobudowy ponownie wzrośnie, z uwagi na konieczność finansowania kontraktów drogowych.

Pomimo spadku zadłużenia w Q4 2011, Hydrobudowa jest nadal mocno zadłużona (dług netto / EBITDA 2011 = 4,8, dług netto to 96% kapitałów własnych spółki). Wysokie zadłużenie Hydrobudowy częściowo tłumaczy finansowanie należności od PBG (około 120 mln PLN). Poza tym, zadłużenie Hydrobudowy to część zadłużenia Grupy PBG – banki rozpatrują covenanty na poziomie Grupy, a nie poszczególnych spółek, takich jak Hydrobudowa. Z drugiej strony, Hydrobudowa gwarantuje zadłużenie Grupy PBG (system „naczyni połączonych”, w skład którego wchodzi też Energomontaż Południe, ale nie Rafako).

Prognozy, zakładające możliwość wygenerowania przez PBG w 2012 roku straty na kontraktach drogowych, zakładają możliwość wygenerowania w 2012 roku straty netto przez Hydrobudowę.

Wyniki Rafako w Q4 2011

Wyniki Rafako za Q4 2011 są nieznacznie słabsze od naszych oczekiwań. Świadcząca o rentowności kontraktów marża brutto na sprzedaży w Q4 2011 wyniosła 14,6%, co jest wynikiem bardzo dobrym. Na poziomie EBIT słabość wyników to pochodna dużych zawiązanych rezerw, w tym na: straty z tytułu kontraktów budowlanych (18,3 mln PLN), opóźnienia / kary kontraktowe (14,9 mln PLN), koszty arbitrażu (10 mln PLN), naprawy gwarancyjne (6,7 mln PLN). Koszty rezerw zawiązały koszty ogólne (aż 34,8 mln PLN, w tym aż 24,3 mln PLN kosztów sprzedaży) oraz pozostałe koszty operacyjne netto (saldo: 9,7 mln PLN).

Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 5,1 mln PLN. Wynik na poziomie netto zaniżył bardzo duży zaksięgowany podatek (5,6 mln PLN, efektywna stopa podatkowa: 91,4%). Gotówka netto na koniec 2011 roku była zgodna z oczekiwaniami i wyniosła 100,4 mln PLN (prognoza: 101,5 mln PLN). Operacyjne przepływy wyniosły w Q4 2011 67,3 mln PLN (pochodna pobrania przez Alstom kwoty 135 mln PLN, pro forma cash flow byłby pozytywny). Aktualne prognozy wyników i zalecenie inwestycyjne („trzymaj”) dla Rafako zaprezentowaliśmy w ostatnim Przeglądzie Miesięcznym.

Wyniki Rafako w Q4 2011 vs. prognozy DI BRE

(mln PLN)	IVQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	IVQ 2010	Zmiana
Przychody	312,2	335,0	-6,8%	353,4	-11,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	45,6	33,5	36,0%	83,4	-45,4%
%	14,6%	10,0%	-	23,6%	-
EBIT	1,0	2,6	-59,0%	14,4	-92,7%
%	0,3%	0,8%	-	4,1%	-
Zysk brutto	6,2	7,1	-12,8%	12,4	-50,3%
Zysk netto	0,7	5,2	-85,7%	9,7	-92,3%
%	0,2%	1,6%	-	2,7%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Rafako

Wyniki Energomontażu Południe w Q4 2011

Energomontaż Południe w Q4 2011 wygenerował: 105,1 mln PLN przychodów, 6,8 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 6,5%), 0,9 mln PLN zysku na sprzedaży, 1,7 mln PLN straty EBIT i 4,3 mln PLN zysku netto. Na wyniku zaważyły zdarzenia jednorazowe: pozostałe koszty operacyjne netto w kwocie 2,6 mln PLN, bardzo niskie z kolei pozostałe koszty finansowe netto (0,2 mln PLN), ujemny podatek w kwocie 6,3 mln PLN. Operacyjne przepływy pieniężne wyniosły 13,6 mln PLN. W Q4 2011 doszło do negatywnych zdarzeń jednorazowych: zawyżone przez odpisy o około 1 mln PLN koszty zarządu, zamknięcia kilku kontraktów, co negatywnie wpłynęło na rentowność, w tym domknięcia wszystkich otwartych rozliczeń kontraktowych, które nie były domknięte w przeszłości.

Przewidujemy, że w 2012 roku spółce uda już się wygenerować zysk netto, w kwocie 12,5 mln PLN. Firma jednocześnie powinna znacząco zredukować zadłużenie (sprzedaż mieszkań w projekcie deweloperskim w Katowicach). Z tego względu, spółka jest naszym zdaniem atrakcyjna.

Portfel zamówień PBG; prognozy wyników w segmentach

Portfel zamówień Grupy PBG na rok 2012 to 4,3 mld PLN. Oznacza to, że w stosunku do naszej prognozy, portfel zamówień Grupy PBG jest wypełniony w 86%. Pozyskania nowych kontraktów spodziewamy się głównie w segmencie ropy i gazu ziemnego oraz w segmencie energetyki (bieżące zlecenia produkcyjne i montażowe Rafako i Energomontażu Południe).

Poniższe szacunki nie uwzględniają kontraktu na budowę bloku energetycznego w Opolu, wartego (udział Rafako) 3,2 mld PLN. Pierwsze przychody z usług projektowych mogą w Rafako pojawić się już w 2012 roku. Przychody z prac budowlanych pojawiają się w roku 2013.

Grupa PBG, w konsorcjum z CNIM i Control Process, złożyła najniższą ofertę cenową na budowę spalarni odpadów w Krakowie. Wartość oferty to 574,5 mln PLN netto. Potencjalnego kontraktu nie uwzględniamy w poniższych wyliczeniach.

Portfel zleceń Grupy PBG, Hydrobudowy Polska i Energomontażu Południe

(mln PLN)	2012 *	2012+ *	Suma	Przychody 2012P	Wypełnienie %
Grupa PBG					
Gaz i ropa naftowa	707,0	393,0	1 100,0	914,0	77,4%
Woda	500,0	88,0	588,0	525,0	95,2%
Budownictwo ogólne	400,0	54,0	454,0	425,0	94,1%
Drogi	1 500,0	330,0	1 830,0	1 512,0	99,2%
Budownictwo energetyczne	1 200,0	750,0	1 950,0	1 542,0	77,8%
Inne	7,0		7,0	96,6 **	7,2%
Suma	4 314,0	1 615,0	5 929,0	5 014,6	86,0%
Grupa Hydrobudowa Polska					
Woda	360,0	84,0	444,0	375,0	96,0%
Budownictwo ogólne	300,0	130,0	430,0	350,0	85,7%
Drogi	794,0	286,0	1 080,0	810,0	98,0%
Gaz i ropa naftowa	46,0		46,0	60,0	76,7%
Suma	1 500,0	500,0	2 000,0	1 595,0	94,0%
Energomontaż Południe					
Budownictwo energetyczne	261,0	20,0	281,0	337,9 ***	77,2%

Źródło: DI BRE Banku S.A., PBG, Hydrobudowa Polska, Energomontaż Południe; * szacunki DI BRE; ** sprzedaż mieszkań; *** bez sprzedaży mieszkań w projekcie Osiedle Książęce w Katowicach

Analiza płynności i sytuacji bilansowej Grupy PBG

W tym dziale prezentujemy analizę możliwości Grupy PBG do szybkiej zamiany wybranych zbędnych aktywów i należności na gotówkę. Przyjęliśmy konserwatywne założenia (tzn. dyskonta sięgające 10-40% do wybranych aktywów; wielkość dyskont wynika z zakładanej szybkiej sprzedaży majątku).

Analiza pozycji bilansowych: aktywa pozaoperacyjne i spółki zależne

1. Spółki zależne notowane na GPW

Wartość firmy zazwyczaj jest pomijana w kalkulacji NAV, z uwagi na jej nienamacalny charakter. W przypadku PBG jednak dwie ze spółek, które odpowiadają za wartość firmy, są notowane na GPW. Jest to Rafako i Energomontaż Południe. Obie firmy działają wyłącznie w bardzo perspektywicznym segmencie budownictwa energetycznego. W przypadku problemów płynnościowych PBG, zawsze można wyobrazić sobie możliwą sprzedaż Rafako, czy Energomontażu. Z kolei potencjalnego nabywcę Hydrobudowy może skusić duże dyskonto do BV.

Wartość rynkowa pakietu akcji Rafako, będącego w posiadaniu PBG, to 464,0 mln PLN. Na koniec Q4 2011 Rafako posiadało 100,4 mln PLN gotówki netto – tzn. na poziomie skonsolidowanym w PBG po transakcji przybyłoby 363,6 mln PLN gotówki netto. Niestety, wskutek sprzedaży Rafako, PBG utraciłoby w 2012 roku 106,4 mln PLN EBITDA.

Prognozowany dług netto / EBITDA 2012 wzrósłby po sprzedaży Rafako z 3,66 do 3,8. Transakcja nie ma większego sensu, Rafako jest najcenniejszym aktywem PBG.

Z kolei wartość pakietu akcji Energomontażu Południe, będącego w posiadaniu Rafako, to 93 mln PLN. Sprzedaż pakietu po cenie rynkowej podmiotowi branżowemu byłoby realne, gdyby spółka nie została sprzedana Rafako. Energomontaż Południe na koniec 2011 roku miał 113,4 mln PLN długu netto. W efekcie, sprzedaż pakietu Energomontażu przyniosłaby 206,4 mln PLN gotówki netto. Jednocześnie, PBG utraciłoby 30,8 mln PLN EBITDA. W efekcie, dług netto / EBITDA 2012 spadłby z 3,66 do 3,32.

Wartość rynkowa pakietu Hydrobudowy Polska to z kolei 159,3 mln PLN. Uważamy, że szybka sprzedaż wymagałaby zastosowania dyskonta – zakładamy je na poziomie 15% i otrzymujemy kwotę 135,4 mln PLN. Na koniec 2011 roku Hydrobudowa posiadała 448,6 mln PLN długu netto. Częściowo dług ten finansuje należności od PBG, które szacujemy na koniec 2011 roku na około 121 mln PLN. W efekcie, transakcja przyniosłaby wzrost gotówki netto w Grupie PBG o 463 mln PLN. Ponieważ zakładamy, że Hydrobudowa w 2012 roku zrealizuje tylko 7,2 mln PLN EBITDA (zakładamy stratę netto), sprzedaż spółki znacznie poprawiłaby wskaźnik dług netto / EBITDA (spadek z 3,66 do 2,17).

W efekcie, można postawić tezę, że do uzdrowienia Grupy PBG wystarczy sprzedaż Hydrobudowy. Trzeba jednak pamiętać, że musi znaleźć się poważny nabywca. Sprzedaż spółki za „1 PLN” nie jest możliwa, gdyż Hydrobudowa solidarnie gwarantuje zadłużenie PBG (bardzo silne powiązania krzyżowe). Poniższe kalkulacje pomijają straty na sprzedaży aktywów jako zdarzenia jednorazowe.

W poniższych wyliczeniach nie uwzględniamy straty z tytułu sprzedaży udziałów poniżej wartości bilansowej. Jest to zdarzenie jednorazowe; sądzimy, że wierzyciele PBG byłoby gotowi wyłączyć je z kalkulacji EBITDA za 4 ostatnie kwartały. Strata na sprzedaży Hydrobudowy z 15% dyskontem do ceny rynkowej wyniosłaby naszym zdaniem na poziomie skonsolidowanym blisko 400 mln PLN.

Ewentualna sprzedaż spółek zależnych: implikacje bilansowe (mln PLN)

Spółka	Cena za pakiet	Spadek długu netto	Zmiana EV z tyt. sprzedaży	Zmiana EBITDA	Dług netto / EBITDA przed transakcją	Dług netto / EBITDA po transakcji
Rafako	464,0	-100,4	363,6	-106,4	3,66	3,80
Energomontaż Południe	93,0	113,4	206,4	-30,8	3,66	3,32
Hydrobudowa Polska	135,4	327,6	463,0	-7,2 *	3,66	2,17

*Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółki; * pominięte straty na sprzedaży aktywów jako zdarzenia jednorazowe*

2. Bilansowa wartość firmy

Wartość firmy to pozycja bezgotówkowa, pozostająca bez wpływu na płynność PBG. Warto jednak w skrócie omówić, z czego wybrane pozycje wartości firmy wynikają. Z kwoty 882,7 mln PLN:

- 368 mln PLN to Rafako. Nadwyżka wyceny rynkowej pakietu akcji Rafako w posiadaniu PBG nad udziałem PBG w BV spółki to 157 mln PLN;
- 171 mln PLN to Energomontaż Południe. Nadwyżka wyceny rynkowej pakietu akcji spółki nad udziałem PBG w BV spółki to tylko 6 mln PLN;
- pozostałe kwoty to m.in. Hydrobudowa Polska i Hydrobudowa 9 (220 mln PLN), PRG Metro (37 mln PLN), Aqua notowana na New Connect (18 mln PLN).

3. Rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne

Rzeczowe aktywa trwałe mają wartość 668,3 mln PLN. Są to głównie budynki i budowle (około 310 mln PLN), ale i maszyny i urządzenia (około 210 mln PLN). Prawdopodobnie część z tych aktywów jest zbywalna – nie dysponujemy jednak szczegółową analizą, jaka część i za jakie kwoty. Wartości niematerialne i prawne (52,1 mln PLN) to głównie patenty i licencje (28 mln PLN) oraz oprogramowanie (9 mln PLN). Rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne pomijamy w dalszych analizach możliwych dezinvestycji.

4. Nieodnawialne zasoby naturalne

Nieodnawialne zasoby naturalne to wyceny złóż kruszyw spółek Bathinex i Brokam. Łącznie mowa o kwocie 37,6 mln PLN. Spółki prowadzą wydobycie kruszyw na niewielką skalę, przygotowują się też do inwestycji polegających na zwiększeniu skali działalności (faza projektowa). Uważamy, że do inwestycji tych nie dojdzie, z uwagi na aktualną strategię i

poziom zadłużenia Grupy PBG. Trudno nam się wypowiedzieć, jak się ma wycena bilansowa spółek do ich wartości godziwej. Zakładamy arbitralnie, że możliwa byłaby sprzedaż spółek za połowę wyceny bilansowej, czyli 18,8 mln PLN.

5. Inwestycje w jednostki stowarzyszone

W tej pozycji zaksięgowane są wyceny udziałów w Gas and Oil Engineering (49,9%; 10 mln PLN) oraz Strateg Capital (48,8%, 22 mln PLN). Pakiety kontrolne w obu spółkach zostały zbyte, w celu dekonsolidacji zadłużenia firm (zabieg księgowy, mający na celu poprawę wskaźnika dług netto / EBITDA). W konserwatywnym scenariuszu, należy zakładać, że wartości tych nie da się zamienić na gotówkę.

6. Nieruchomości inwestycyjne

Na koniec 2011 roku pozycja „nieruchomości inwestycyjne” wyniosła 374,8 mln PLN. Nie posiadamy pełnego wykazu nieruchomości inwestycyjnych, możemy jednak wymienić wiele najważniejszych pozycji. Do wycen bilansowych przykładamy konserwatywnie 10-20% dyskonta (zakładana szybka sprzedaż aktywów). Do pozycji nierozpoznanych przykładamy 25% dyskonta. W efekcie, otrzymujemy kwotę 324,4 mln PLN. Z kwoty tej ponad połowa, czyli 180,5 mln PLN, może być uzyskana szybko, 54 mln PLN umiarkowanie szybko. Na koniec Q4 2011 pozycja nieruchomości inwestycyjne wzrosła o 82 mln PLN, co związane było z konsolidacją bilansu Energomontażu Południe.

Nieruchomości inwestycyjne: wykaz najważniejszych pozycji (mln PLN)

Pozycja	Opis	Wycena księgową	Szansa na szybką sprzedaż	Wycena w szybkiej transakcji
Nieruchomości inwestycyjne	Grunty i budynki komercyjne	374,8	różnie	324,4
Biurowiec Skalar w Poznaniu	Biurowiec o pow. najmu 14,2 tys. m2	115,0	duże	105,0
Aparthotel w Świnoujściu	79 lokali o powierzchni 3,2 tys. m2 (inwestycja Platan Complex)	22,0	duże	19,8
Apartamenty w Świnoujściu	16 lokali o pow. 0,9 tys. m2	6,3	duże	5,7
Grunt i budynki w Mikołowie	-	12,1	umiarkowane	10,3
Biurowiec Energomontaż Południe	Biurowiec we Wrocławiu o pow. najmu; NOI rocznie około 4 mln PLN, pow. najmu 7,9 tys. m2	54,0	duże	50,0
Grunt w Opolu	Pow. gruntu 8 ha	7,0	umiarkowane	6,3
Ośrodek wypoczynkowy w Mrzeżynie	200 miejsc noclegowych, NOI = 0,1-0,2 mln PLN rocznie	5,0	umiarkowane	4,5
Hala i biurowiec Amontexu	Nieruchomości dzierżawione wcześniej przez Energomontaż Amontexowi (spółka sprzedana przez Energomontaż)	11,0	umiarkowane	8,8
Hotel w Świnoujściu w budowie	Inwestycja Platan Complex, 2,2 tys. m2, zakończenie budowy: połowa 2012 roku	19,5	umiarkowane	16,6
Katowice - grunty	grunty sąsiadujące z inwestycją Osiedle Książęce, 3 ha	3,0	umiarkowane	7,5
Pozostałe pozycje	b.d.	119,9	-	89,9

Źródło: DI BRE Banku; PBG

7. Długoterminowe aktywa finansowe

Długoterminowe aktywa finansowe Grupy PBG wynoszą 120 mln PLN. Na pozycję tą składają się:

- akcje CP Energia (11,4 mln PLN, spółka notowana na GPW, wartość rynkowa pakietu: 11,5 mln PLN, spółka nie zadłużona, notowana z dużym dyskontem do BV, nie generująca zysków, ale generująca EBITDA). PBG w każdej chwili może zbyć akcje CP Energia.
- obligacje Strateg Capital (83 mln PLN): Strateg Capital finansuje się wyłącznie z pożyczek PBG. Kwota ta mogłaby przynajmniej w części być zamieniona na gotówkę. Do Strateg Capital odnosimy się w dalszej części opisu.
- 17 mln PLN to certyfikaty inwestycyjne PBG Dom: kwota możliwa do zamiany na gotówkę przynajmniej w części, w momencie sprzedaży przez PBG projektów deweloperskich.

8. Krótkoterminowe aktywa finansowe

Na koniec 2011 roku, krótkoterminowe aktywa finansowe wyniosły 72,0 mln PLN. Pozycje te to:

- udziały w Galerii Kujawskiej – 46 mln PLN – chodzi o grunt w Bydgoszczy, prawdopodobnie nie posiadający jeszcze warunków zabudowy, a przeznaczony pod budowę galerii handlowej o powierzchni najmu 40-68 tys. m2. Sądzymy, że aktywo te trudno zamienić obecnie na gotówkę, gdyż spółka giełdowa Makrum ma na sprzedaż projekt galerii handlowej w Bydgoszczy o powierzchni najmu 57 tys. m2, z pozwoleniem na budowę.

Bydgoszcz z powodzeniem wchłonie obiekt Makrum (nasylenie powierzchnią handlową w Bydgoszczy jest przeciętne na tle Polski), pytanie, czy wchłonie też obiekt PBG. Sądzymy, że szybka sprzedaż gruntu w Bydgoszczy mogłaby wymagać dużego dyskonta do BV (zakładamy konserwatywnie 50%, czyli wycenę aktywa na poziomie 23 mln PLN).

- Jednostki uczestnictwa w funduszach, własności Rafako (16 mln PLN) – możliwa bardzo szybka zamiana na gotówkę.
- Lokaty (10 mln PLN) – możliwa bardzo szybka zamiana na gotówkę.

9. Pożyczki udzielone

Na koniec Q4 2011 bardzo mocno wzrosło saldo udzielonych pożyczek (z 313,5 mln PLN do 493 mln PLN). Wzrost ten spowodowany był w praktyce wyłącznie zmianą klasyfikacji przedsięwzięć deweloperskich (+170 mln PLN).

Na koniec Q4 2011 PBG Erigo wniosło spółki zależne do FIZ i w efekcie uznało, że utraciło nad spółkami kontrolę (PBG przedstawia szereg wyjaśnień, naszym zdaniem jest to zabieg księgowy, ułatwiający zarządzanie EBITDA w przyszłych okresach). Konsekwencją utraty kontroli nad FIZ jest:

- poprawa zbywalności poszczególnych projektów deweloperskich;
- rekasyfikacja finansowania spółek przez PBG jako udzielonych pożyczek;
- możliwość wcześniejszej prezentacji EBITDA;
- warto zauważyć, że zmiana polityki księgowej nie spowodowała dekonsolidacji zadłużenia.

Zakładamy, że większość z kwoty 170 mln PLN PBG mogłoby odzyskać w momencie sprzedaży spółek. Szacujemy, że z kwoty tej projekty w toku to 24 mln PLN, zaś pozostała część to grunty. Łatwiej na gotówkę zamienić środki zaangażowane w projekty deweloperskie w toku, a trudniej środki zaangażowane w grunty. Sprzedaż mieszkań w projektach deweloperskich uwzględniamy w prognozach spadku zapasów PBG. Szybka, przymusowa sprzedaż gruntów należałoby założyć z dużym dyskontem do BV: 30%.

Środki zaangażowane w projekty deweloperskie w toku (mln PLN)

Inwestycja	Opis	Szacunkowa wartość bilansowa	Możliwość szybkiego zbycia	Wartość w transakcji
Quadro House	Osiedle o pow. 5 tys. m2 w Poznaniu w budowie, zakończenie budowy w połowie 2012 roku	20,0	duża *	22,0
Osiedle Ecoria	Osiedle w Poznaniu, 5,4 tys. m2, wybudowany stan surowy parteru	4,0	umiarkowana	4,0
Suma		24,0		26,0

Źródło: DI BRE Banku; PBG; * sprzedaż mieszkań klientom

Pozostałe kwoty pożyczek to m.in.

- pożyczka udzielona Strateg Capital (67 mln PLN) – kwestia omówiona później;
- pożyczka udzielona dawnej spółce zależnej Infra (54 mln PLN, PBG liczy na zwrot co najmniej 40 mln PLN w Q2 2012 – konserwatywnie zakładamy 25 mln PLN);
- pożyczki do podwykonawców (ponad 100 mln PLN; zakładamy bardzo ostrożnie, że pożyczki te są niezbędne do funkcjonowania podwykonawców i nie będą szybko zamienione na gotówkę);
- pożyczki udzielone deweloperom (47 mln PLN, ostrożnie nie zakładamy możliwości zamiany pożyczek na gotówkę).

10. Zapasy

Kwota zapasów w Grupie PBG sięga 446 mln PLN. Z tego 61 mln PLN to wyroby gotowe. Są to w przeważającej większości mieszkania na sprzedaż, wybudowane przez Energomontaż Południe (projekt Osiedle Książęce). Projekt od ponad roku jest już zakończony. Sprzedane zostało jedynie nieco ponad 30 z blisko 240 mieszkań). Przyczyną tak słabej sprzedaży były naszym zdaniem głównie nierealne ceny sprzedaży, znacznie przekraczające ceny na rynku katowickim.

Projekt Osiedle Książęce jest dobrze skomunikowany z centrum Katowic (dzielnica Ligota), w okolicy znajduje się las. Droga przebiegająca obok osiedla jest w ograniczonym stopniu uciążliwa, ponadto, niedługo mają być zamontowane ekrany akustyczne. Metraże mieszkań są zgodne z oczekiwaniami klientów, wadą, jest jednak naszym zdaniem dość nietypowa architektura, skutkująca naszym zdaniem zbyt małym doświetleniem dużego pokoju.

Obniżka cen przynosi pierwsze efekty – w lutym spółka sprzedała 3 lokale, podczas gdy w styczniu 0. Konsekwencją obniżki cen są nieznacznie ujemne marże. W prognozach można

zakładać zamianę zapasów (61 mln PLN) z niewielkim dyskontem do BV rzędu 5% (58 mln PLN).

Pozostała część zapasów to: produkcja w toku (170 mln PLN), w kwocie tej mogą znajdować się projekty deweloperskie, materiały (82 mln PLN) – przypisujemy je do działalności budowlanej, towary (122 mln PLN) – tu teoretycznie mogą znajdować się wybrane grunty.

Zakładamy, że projekt na Ukrainie jest zaksięgowany w zapasach. Sprzedaż mieszkań uwzględniamy w prognozach:

Środki zaangażowane w projekty deweloperskie w toku (mln PLN)

Inwestycja	Opis	Szacunkowa wartość bilansowa	Możliwość szybkiego zbycia	Wartość w transakcji
Projekt deweloperski w Kijowie	540 mieszkań o pow. 38,6 tys. m ² (udział PBG: 50%), zakończenie prac w 2012 roku	67,0	duża *	76,5

Źródło: DI BRE Banku; PBG; * sprzedaż mieszkań klientom

11. Nasze podejście do Strateg Capital

Pod koniec 2011 roku PBG dokonało sprzedaży pakietu większościowego spółki Strateg Capital zarządowi firmy, w efekcie, uznało, że utraciło kontrolę nad spółką. Strateg Capital to kopalnia kruszyw w Tłumaczowie. Firma działalność na dużą skalę rozpoczęła dopiero na początku 2012 roku – można ją określić jako start-up.

W 2011 roku w spółce działał zakład mobilny wydobywania kruszyw, pod sam koniec 2011 roku, z 2-miesięcznym opóźnieniem, został uruchomiony zakład stacjonarny. Już we wrześniu 2011 roku spółka miała na rok 2012 zakontraktowane ponad 60% dostaw. Danych aktualnych niestety nie posiadamy, sądzymy jednak, że sytuacja uległa znacznej poprawie. Spółka ma zapewnione finansowanie na kapitał obrotowy, związany z uruchomieniem produkcji. W Q2 i Q3 Strateg Capital osiągnął dodatnie wyniki finansowe, nie wiemy jednak, w jakiej kwocie.

Na tle innych kopalni kruszyw, zakład Strateg Capital wyróżnia się wydobywaniem kruszyw o wysokiej jakości (granadioryt), które z powodzeniem można wykorzystywać także na budowach kubaturowych. Historia spółki nie kończy się więc ze spadkiem nakładów na budowę dróg w 2013 roku. Kruszywa niższej jakości z kolei wykorzystywane są głównie na budowach drogowych. Udział budownictwa kubaturowego w popycie na kruszywa to około kilkanaście procent, a kolei – kilka procent. Pozostała część popytu kreowana jest przez segment drogowy.

W bilansie PBG Q4 2011, Strateg Capital zaksięgowany jest w następujących pozycjach:

- długoterminowe aktywa finansowe: obligacje Strateg Capital: 83 mln PLN;
- inwestycje w jednostki stowarzyszone: 22 mln PLN;
- pożyczki udzielone: 67 mln PLN.

Łącznie daje to kwotę 172 mln PLN. Pozostała część finansowania spółki, w kwocie około 137 mln PLN, to kredyty bankowe. Szacunki na rok 2012 zakładają możliwość wygenerowania 52 mln PLN EBITDA. Wycena pakietu udziałów w Strateg Capital w księgach PBG to 22 mln PLN. Łącznie z wielkością zadłużenia spółki daje to 328 mln PLN EV i docelową wycenę pakietu akcji na EV/EBITDA = 6,3.

Naszym zdaniem wycena taka może być zbyt wysoka. W świetle obecnych wycen rynkowych i słabych perspektyw sektora drogowego, konserwatywnie przyjmowalibyśmy EV/EBITDA = 4,5, co daje kwotę 234 mln PLN (sprzedaż udziałów w Strateg Capital ze stratą bliską 72 mln PLN, tzn. prawdopodobnie poniżej wartości odtworzeniowej).

Nie można wykluczyć jednakże, że prognozy wyników Strateg są konserwatywne. Firma to start-up. Mamy trudność z weryfikacją prognoz i wolimy przyjąć wariant ostrożny. W analizie możliwych dezinwestycji nie uwzględniamy możliwości sprzedaży Strateg Capital.

Możliwość zamiany zbędnych aktywów na gotówkę: podsumowanie

Poniżej prezentujemy możliwość zamiany zbędnych aktywów PBG na gotówkę, w szybkiej transakcji. Po pierwsze, opcją, która wyłączałaby konieczność podjęcie jakichkolwiek innych środków, byłaby sprzedaż Hydrobudowy. Po drugie, rozpatrujemy opcję sprzedaży części oraz wszystkich aktywów nieoperacyjnych. Pomijamy straty księgowe na sprzedaży aktywów, jako zdarzenia jednorazowe, nawet pożądane przez wierzycieli PBG.

Podsumowanie: możliwości dezinvestycji w Grupie PBG

Pozycja	Tytuł	Spadek długu netto (mln PLN)	Zmiana EBITDA * (mln PLN)	Dług netto / EBITDA 2012 przed transakcją	Dług netto / EBITDA 2012 po transakcji
Sprzedaż spółek zależny					
1	Spółki zależne: Hydrobudowa *	327,6	-7,2	3,66	2,17
Sprzedaż zbędnych aktywów					
4	Nieodnawialne zasoby naturalne	18,8	0,0	3,66	3,60
6	Nieruchomości inwestycyjne	324,4	0,0	3,66	2,58
6	w tym biurowiec Skalar	105,0	-8,7	3,66	3,31
7	Pakiet akcji CP Energia	11,5	0,0	3,66	3,63
7	Certyfikaty inwestycyjne PBG Dom	15,0	0,0	3,66	3,61
8	Udziały w galerii Kujawskiej	23,0	0,0	3,66	3,59
8	Jednostki uczestnictwa i lokaty	26,0	0,0	3,66	3,58
9	Zwrot pożyczki z Infra	25,0	0,0	3,66	3,58
9	Sprzedaż gruntów deweloperskich	102,2	0,0	3,66	3,32
10	Mieszkania w Katowicach	58,0	-2,9	3,66	3,50
	Suma	708,9	-11,6*	3,66	1,35*

Źródło: DI BRE Banku, PBG, Hydrobudowa; * pominięty wpływ straty na sprzedaży udziałów

Analiza pozycji bilansowych: należności i zobowiązania

Grupa PBG zawsze charakteryzowała się nadwyżką należności nad zobowiązaniami, co związane było z przyjętą przez spółkę strategią realizacji kontraktów, które wymagają własnego finansowania i oferują z tego tytułu ponad przeciętne marże.

Z dużym wzrostem różnicy w saldzie należności i zobowiązań mieliśmy do czynienia w 2008 roku. Związane to było z realizacją kontraktów ekologicznych, wymagających własnego finansowania. Nadwyżka należności nad zobowiązaniami stopniowo znacząco spadła w 2009 i 2010 roku, wymagało to jednak czasu. W latach 2004-2008 Grupa PBG prezentowała negatywny cash flow. Sytuacja odwróciła się w latach 2009-2010, gdy operacyjny cash flow przekroczył prezentowane poziomy zysku netto.

Co ciekawe, w 2008 roku nikt nie rozpatrywał możliwości, że PBG może księgować fikcyjne należności w bilansie. Kurs budowlanej Grupy utrzymywał się na bardzo wysokim poziomie (180-200 PLN), pomimo panującego wówczas kryzysu finansowego związanego z upadłością banku Lehman Brothers.

Kapitał obrotowy w Grupie PBG

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P
Należności	1 062,5	1 524,0	1 885,5	1 783,2	2 782,4	2 240,0	1 919,4
Zobowiązania	587,4	584,9	1 136,0	1 370,9	1 994,6	1 762,5	1 480,8
Różnica	475,1	939,1	749,6	412,3	787,8	477,4	438,6
Przychody segmentu dróg i wody	936,6	1 256,9	1 183,1	942,9	1 623,3	2 045,0	854,0
Różnica / przychody	50,7%	74,7%	63,4%	43,7%	48,5%	23,3%*	51,4%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Grupa PBG; * zakończenie kontraktów drogowych pod koniec roku

Analiza pozycji bilansowych: należności niefakturowane

W 2011 roku w Grupie PBG bardzo mocno wzrosła pozycja z tytułu niefakturowanych należności (z 393,6 mln PLN na koniec 2010 roku do 1 224,8 mln PLN na koniec 2011 roku). Kwota 1 224,8 mln PLN istotnie przekracza poziom 1,5-miesięcznej sprzedaży Grupy PBG pro forma (z uwzględnieniem Rafako). Z uwagi na fakt, że w Q4 przeroby w PBG są większe, niż w Q1 i Q2, stosowne wydaje się jednak uwzględnienie poziomu 2-miesięcznej sprzedaży w analizie, nie zaś 1,5 miesięcznej, czyli kwoty 769,8 mln PLN.

Różnica to 455 mln PLN. Można ją przynajmniej częściowo wytłumaczyć:

- opóźnieniami w rozliczeniu należności ze Stadionu Narodowego (aneks, pokrywający koszty wykonanych już prac dodatkowych podpisany został 30 grudnia 2011; chodzi o kwotę rzędu 59,5 mln PLN;
- poza tym, PBG księguje koszty przygotowania ofert w rozliczeniach międzyokresowych – tak było w przypadku oferty na budowę bloku w Opolu (koszt całej oferty: 25 mln PLN zgodnie z wywiadem z prezesem spółki; w ostatniej chwili PBG nie zdecydowało się na złożenie oferty cenowej). Można naszym zdaniem szacować, że koszty pozostałych ofert na budowę bloków energetycznych, które przygotowuje/przygotowało PBG, to około 35-50 mln PLN.

Ostatecznie, w najbardziej konserwatywnym scenariuszu dotyczącym możliwości zamiany należności nie fakturowanych na gotówkę, można założyć, że z 769,8 mln PLN na gotówkę zamienialne jest 374,3 mln PLN. Pozostała różnica może wynikać z:

- specyfiki księgowej Grupy PBG (koszty kontraktów księgowane w rozliczeniach międzyokresowych);
- możliwego księgowania przez PBG w poczet należności nie fakturowanych roszczeń od GDDKiA z tytułu prac dodatkowych, innych niż oczekiwane warunków geologicznych,... (pozycje te mogą teoretycznie zamienić się w straty, w przypadku braku akceptacji roszczeń przez GDDKiA).

Analiza możliwości konwersji należności niefakturowanych na gotówkę do końca 2012r.

L.p.	Pozycja	(mln PLN)
1	Roczne przychody PBG pro forma (PBG + Rafako)	4 618,8
2	2-miesięczne przychody PBG (poz. 1 *2/12 miesiąca)	769,8
3	Należności niefakturowane, 2011	1 224,8
4	Należności niefakturowane minus 2-miesięczna sprzedaż (poz. 3 - poz. 2)	455,0
5	Należności na stadionie narodowym	59,5
6	Należności trudne do szybkiej zamiany w gotówkę (poz. 4 - poz. 5)	395,5
7	Należności możliwe do zamiany na gotówkę do końca 2012 roku (poz. 2 - poz. 6)	374,3

Źródło: DI BRE Banku S.A., Grupa PBG

Planowane nakłady kapitałowe w 2012 roku

Grupa PBG ogranicza nakłady kapitałowe w 2012 roku. Faktem jest jednak, że do dokończenia są wybrane przedsięwzięcia deweloperskie:

- Hotel w Świnoujściu (4-8 mln PLN);
- Inwestycja Quadro House w Poznaniu (ok. 10 mln PLN);
- Inwestycja Osiedle Ecoria w Poznaniu (20-kilka mln PLN, w przypadku, gdy inwestycja nie zostanie wstrzymana – inwestycja jest na wczesnym etapie budowy).

Dodatkowo, z uwagi na realizację wspólnie z OHL kontraktu na budowę tunelu pod Martwą Wisłą, konieczne będzie wzięcie w leasing maszyny do drążenia tuneli, wykonanej na zamówienie. Stosowna umowa została już podpisana. Maszyna kosztowała 94,6 mln PLN (20,8 mln EUR), z czego 45% kosztu ponosi Grupa PBG. Maszyna jest finansowana leasingiem.

Kwestie związane z zaliczką na budowę bloków w Opolu

Po podpisaniu umowy na budowę bloków w Opolu (9,5 mld PLN) przez Rafako, Mostostal Warszawa, Polimex Mostostal i PGE, wykonawcom została wypłacona zaliczka w kwocie 2% wartości kontraktu brutto (231 mln PLN). Zaliczka z przyczyn formalnych trafiła wyłącznie do Rafako.

Chodzi o to, że:

- kontrakt w Opolu wymaga przedstawienia gwarancji zwrotu zaliczki;
- do czasu decyzji Sądu Okręgowego ws. odwołania Alstomu do KIO, Rafako nie wykorzysta bankowych gwarancji zwrotu zaliczki (chodzi o wybór „polskiego konsorcjum” jako wykonawcy bloków w Opolu). Rozprawa odbędzie się 30 marca 2012;
- w takim wypadku Rafako gwarancje zwrotu zaliczki musi pokryć gotówką;
- chodzi o kwotę 270-300 mln PLN;
- oznacza to, że przejściowo (marzec – kwiecień 2012, Rafako ma negatywny kapitał obrotowy z tytułu realizacji kontraktu w Opolu);
- sytuacja odwróci się na koniec Q2 2012 (z 50 mln PLN długu netto z tytułu realizacji kontraktu, Rafako zyska 74 mln PLN gotówki netto; czyli dodatni operacyjny cash flow wyniesie blisko 125 mln PLN. 74 mln PLN to 32% wartości zaliczki w kwocie 231 mln PLN).

Możliwa emisja akcji / obligacji zamiennych

Grupa PBG opublikowała projekty uchwał na NWZA, które zakładają możliwość emisji akcji lub obligacji zamiennych. Liczba wyemitowanych akcji wyniesie maksymalnie 14,3 mln (obecna liczba akcji: 14,3 mln). Wartość wyemitowanych obligacji to maksymalnie 1,2 mld PLN (co implikuje cenę emisyjną = 84 PLN; +58% do ceny rynkowej). Prezes PBG deklaruje, że plany emisji związane są z chęcią pozyskania inwestora strategicznego. Widzimy dwie możliwości:

a) PBG uda się pozyskać inwestora strategicznego; emisja walorów z premią do wyceny rynkowej i bez prawa poboru pozwoli na wzrost kursu PBG;

b) nie uda się pozyskać inwestora strategicznego, wielkość emisji zostanie ograniczona do kwoty niezbędnej, aby utrzymać dług netto / EBITDA 2012 poniżej 3,0 (szacujemy, że jest to około 200-300 mln PLN). Wariant taki, mniej pozytywny / bardziej konserwatywny, uwzględniamy w wycenie PBG.

W krótkim terminie, do czasu wyjaśnienia który wariant się zmaterializuje, kurs PBG może dyskontować dwa ryzyka:

- a) ogłoszenie emisji może być źródłem obaw o wyniki i bilans PBG (możliwe straty na kontraktach drogowych; 900 mln PLN długu do przedłużenia w H2 2012);
- b) wielkość emisji nie będzie znana aż do NWZA (3 kwietnia 2012).

Wariant 1: wejście inwestora branżowego

Dostrzegamy szansę na wejście inwestora branżowego do akcjonariatu PBG. Prawdopodobnie mowa tutaj o emisji, pozwalającej na objęcie pakietu kontrolnego, z premią do obecnej ceny rynkowej PBG. PBG jest naszym zdaniem jedną z ostatnich dużych polskich spółek budowlanych, możliwych do przejęcia. W dodatku, PBG działa w bardzo interesujących segmentach (energetyka, gaz i ropa). Wartość emisji może przekraczać 1 mld PLN.

Widzimy trzy grupy potencjalnych inwestorów branżowych, zainteresowanych przejęciem kontroli nad PBG. Po pierwsze, hiszpańskie koncerny budowlano-operatorskie. Koncerny te mają relatywnie duże zadłużenie, ale z drugiej strony odbierają Polskę jako jeden z rynków rozwojowych. Po drugie, inne europejskie koncerny budowlane, zainteresowane rozwojem w Polsce oraz w perspektywicznych segmentach ropy naftowej i gazu ziemnego. Po trzecie, koncerny technologiczne, działające w segmentach ropy i gazu, zainteresowane dywersyfikacją świadczonych usług (energetyka) oraz przygotowaniem zaplecza pod inwestycje w wydobycie gazu łupkowego w Polsce.

Wybrane podmioty potencjalnie zainteresowane przejęciem pakietu kontrolnego w PBG (mln EUR)

Koncern	Kraj	Przychody 2011	Kapitały własne 2011	Dług netto / EBITDA 2011	Obecność w Polsce
Podmioty hiszpańskie					
ACS	Hiszpania	28 472,0	6 191,0	3,0	Pol-Aqua za pośrednictwem Dragados, Hochtief, infrastruktura i budownictwo kubaturowe
OHL	Hiszpania	4 869,8	b.d.	3,0	Bezpośrednio, ale bez dużych sił własnych.
Podmioty europejskie					
Vinci	Francja	36 956,0	13 600,0	2,3	Eurovia, Warbud
Strabag	Austria	14 300,0	3 129,0	<1	Bezpośrednio i przez spółki zależne, drogi i budownictwo kubaturowe
Bouygues	Francja	32 706,0	9 678,0	1,2	Mniejszościowy pakiet Alstomu, obecność w sektorze deweloperskim.
Bilfinger Berger	Niemcy	8 476,0	1 793,0	<0	Bezpośrednio, drogi i budownictwo kubaturowe
Koncerny technologiczne					
Technip	Francja	6 813,0	3 673,3	2,4	brak
Tecnicas Reunidas	Hiszpania	2 613,0	349,4	<0	brak
Linde AG	Niemcy	13 787,0	11 495,0	1,6	brak
Saipem	Włochy	12 593,0	4 581,0	1,5	realizują terminal LNG z PBG

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółki

W przypadku emisji z pominięciem prawa poboru, im wyższa cena emisyjna, tym większy pozytywny wpływ na wycenę PBG. W przypadku emisji bez prawa poboru należy zwracać uwagę nie na wartość spółki po IPO (zaburzona zmianami WACC), lecz na cenę docelową.

Analiza wrażliwości ceny docelowej PBG na wartość emisji 14,3 mln akcji (mln PLN)

Cena emisji akcji	Wartość emisji	Wycena firmy	Wycena firmy - emisja	Liczba akcji	Cena docelowa (PLN)
44,0	629,2	1 621,6	992,4	28,6	61,6
54,0	772,2	1 752,3	980,1	28,6	66,6
64,0	915,2	1 885,0	969,8	28,6	70,8
74,0	1 058,2	2 017,8	959,6	28,6	76,7
84,0	1 201,2	2 150,7	949,5	28,6	81,7
94,0	1 344,2	2 283,6	939,4	28,6	86,8

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wariant 2: emisja na finansowanie kapitału obrotowego

Drugą dostrzeganą przez nas możliwością jest emisja akcji w celu powiększenia kapitału obrotowego. Zakładamy, że wielkość emisji wyniesie 250 mln PLN. Jest to kwota wystarczająca, aby ograniczyć dług netto / EBITDA < 3,0 oraz dług netto / kapitałów własnych w pobliżu 40%. Zakładamy, że cena emisyjna wyniesie 45 PLN (-15% do ceny rynkowej – założenie konserwatywne).

Warto zwrócić uwagę, że emisja z prawem poboru, w zależności od ceny emisyjnej i wartości emisji, rozładnia cenę docelową, nie wpływa jednak na wartość spółki w inny sposób, niż na poziomie zmiany WACC i wyceny porównawczej. Przykład wpływu wielkości emisji na wycenę PBG prezentujemy poniżej.

Wpływ wielkości emisji na wycenę i cenę docelową; cena emisyjna: 45 PLN (mln PLN)

Wielkość emisji	Wycena firmy (DCF)	Różnica w wielkości emisji	Wycena firmy - różnica w wielkości emisji	Liczba akcji (mln)	Cena docelowa (PLN)
50,0	1 128,2	200,0	1 328,2	15,4	79,6
150,0	1 210,5	100,0	1 310,5	17,6	74,7
250,0	1 292,9	0,0	1 292,9	19,8	70,8
400,0	1 416,9	-150,0	1 266,9	23,2	66,5
600,0	1 595,5	-350,0	1 245,5	27,6	62,8
900,0	1 870,9	-650,0	1 220,9	34,3	59,3

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wpływ ceny emisyjnej na wycenę i cenę docelową; wartość emisji: 250 mln PLN (mln PLN)

Cena emisyjna (PLN)	Wycena firmy (DCF)	Liczba akcji (mln)	Cena docelowa (PLN)
60,0	1 292,9	18,5	76,1
50,0	1 292,9	19,3	72,8
45,0	1 292,9	19,8	70,8
40,0	1 292,9	20,5	68,4
25,0	1 292,9	24,3	57,8
10,0	1 292,9	39,3	35,8

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Na podstawie zaprezentowanych wyliczeń można stwierdzić, że w wyniku większej, niż oczekiwana emisji lub niskiej ceny emisyjnej, kurs PBG może spaść i nie osiągnąć naszej ceny docelowej, a mimo to inwestorzy osiągną zyski.

Oddłużenie Grupy PBG: podsumowanie i prognozy

Wariant „maximum”

Docelowo, z szybkiej sprzedaży aktywów (założenia konserwatywne) oraz zmniejszenia kapitału obrotowego do kwoty „nie wyjaśnionej” nadwyżki należności nie fakturowanych (374 mln PLN), Grupa PBG może pozyskać 1,12 mld PLN gotówki.

Spadek zadłużenia z tytułu kapitału obrotowego jest możliwy po zakończeniu kontraktów drogowych. Spadek zadłużenia z tytułu sprzedaży aktywów nastąpi będzie stopniowo, przy czym presja czasowa jest tutaj wrogiem wysokiej wyceny sprzedanych aktywów.

Nawet wariant „maksimum” pomija wiele aktywów, jak pożyczki dla podwykonawców, czy pożyczki dla zewnętrznego dewelopera na realizację projektu deweloperskiego, czy możliwość sprzedaży Strateg Capital.

Zdyskontowanie wariantu „maximum” jedynie w modelu DCF, podwyższyłoby cenę docelową PBG z 70,8 PLN do 105,6 PLN.

Wariant uwzględniony w prognozach

W prognozach i wycenie PBG uwzględniamy wariant konserwatywny:

- na koniec 2012 roku zostanie 477,4 mln PLN nadwyżki należności nad zobowiązaniami („nie wyjaśnione” należności nie fakturowane: 374 mln PLN);
- w prognozach bezpośrednio nie zakładamy możliwości sprzedaży zbędnych aktywów (poza sprzedażą mieszkań; podejście konserwatywne – zaniża wycenę porównawczą);
- w wycenie DCF, jako czynnik zwiększający wycenę, zakładamy jedynie 25% z kwoty 708,9 mln PLN aktywów na sprzedaż.

Ważne daty dla Grupy PBG

Do czasu NWZA (3 kwietnia 2012), kurs PBG może zachowywać się spekulacyjnie (duża wrażliwość wyceny na założenia co do ceny i wielkości emisji). Można wskazać kilka dat, które w znacznym stopniu będą wpływać na kurs PBG:

Ważne daty dla Grupy PBG

Data	Tytuł	Opis	Nasze oczekiwania
20 marca 2012	Wyniki kwartalne Mostostalu Warszawa	Bardzo słabe wyniki Mostostalu Warszawa mogą budzić obawy o występowanie dużych strat na kontraktach drogowych w PBG i Polimexie. Z kolei nawet zgodne z oczekiwaniami wyniki będą te obawy studiować	Oczekujemy, że strata netto w Mostostalu za rok 2011 nie przekroczy 100 mln PLN. Spółka prawdopodobnie zaksięguje mocno uzasadnione roszczenia w wynik. Liczymy na duży dodatni operacyjny cash flow w Q4 2011
30 marca 2012	Proces w Sądzie Okręgowym ws. odrzucenia odwołania Alstomu przez KIO	Alstom odwołał się do Sądu, po tym, jak KIO odrzuciło odwołanie spółki ws. wyboru oferty "polskiego konsorcjum" na budowę bloków w Opolu	Oczekujemy, że decyzja Sądu będzie negatywna dla Alstomu - jeden krok bliżej do budowy bloku w Opolu. Ponadto, ekspozycja Rafako na kontrakcie zmieni się z 50 mln PLN długu netto do 74 mln PLN gotówki netto.
3 kwietnia 2012	NWZA ws. emisji akcji/obligacji w PBG	Do 3 kwietnia rozstrzygnie się, jaka jest wielkość emisji i czy realnie jest wejście do PBG inwestora branżowego.	Liczymy na inwestora branżowego, ale w wycenie zakładamy emisję akcji za 250 mln PLN, z 15% dyskontem do ceny rynkowej - wariant konserwatywny.
przełom kwietnia i maja 2012	Publikacja prognoz na rok 2012	-	Nie wykluczamy, że PBG opublikuje prognozy bardziej ambitne, niż nasze założenia.
29 kwietnia 2012	Data otwarcia kopert na budowę bloku w Koźlenicach.	Wartość potencjalnego kontraktu 5,2 mld PLN, udział PBG: 50%.	Szanse na wybór oferty PBG i Alstomu: 50% (uwzględnione częściowo w szacunkach)
15 maja 2012	Data publikacji raportu za Q1 2012	-	Zakładamy wyniki nieznacznie lepsze r/r.
Q2 2012	Konieczność przedłużenia 100 mln PLN zadłużenia.	-	Zakładamy, że PBG uda się przedłużyć zadłużenie.
maj/czerwiec	Oczekiwana data finalizacji ewentualnej emisji akcji / obligacji zamiennych.	-	Zakładamy emisję akcji wartych 250 mln PLN, po 45 PLN/akcję
28 czerwca 2012	Data otwarcia kopert w przetargu na budowę bloku w Jaworznie.	Wartość potencjalnego kontraktu 4,7 mld PLN, udział PBG: 50%.	Szanse na wybór oferty PBG i Alstomu: 25% (uwzględnione częściowo w szacunkach)
31 sierpnia 2012	Data publikacji raportu za I półrocze 2012	-	W prognozach zakładamy pogorszenie wyniku netto (jedynie 25 mln PLN zysku netto)
Q3 2012	Konieczność przedłużenia 450 mln PLN zadłużenia.	-	Zakładamy, że PBG uda się przedłużyć zadłużenie.
14 listopada 2012	Data publikacji raportu za Q3 2012	-	W prognozach zakładamy pogorszenie wyniku netto (jedynie 25 mln PLN zysku netto)
Q4 2012	Konieczność przedłużenia 450 mln PLN zadłużenia.	-	Zakładamy, że PBG uda się przedłużyć zadłużenie.

Źródło: DI BRE Banku S.A., Grupa PBG

Oprócz tego można wymienić potencjalne zdarzenia, do których daty trudno przyporządkować:

- możliwość osiągnięcia porozumienia z Alstomem ws. kwoty pobranej od Rafako (135 mln PLN);
- możliwość upadłości wybranych konkurencyjnych spółek z sektora drogowego (ewentualny negatywny wpływ na skłonność banków do kredytowania PBG).

Zmiana metody rozpoznawania zysków z inwestycji

Grupa PBG w Q4 2011 zmieniła metodę księgowania zysków z inwestycji i wybranych innych pozycji przychodów finansowych. Obecnie pozycje te są księgowane powyżej EBIT, w poczet pozostałych przychodów operacyjnych. Nie jest to wyjątek – tak postępuje większość notowanych na GPW spółek. Cel zmiany naszym zdaniem jest jasny – chodzi o uniemożliwienie Grupie PBG złamania covenantów na koniec Q2 2012. Uważamy, że zabieg ten będzie skuteczny.

Banki w metodzie liczenia covenantów uwzględniały taki sposób liczenia EBITDA, jak ten obecnie przyjęty przez PBG. Obligatariusze uwzględniali taki sposób liczenia EBITDA, jaki PBG stosowało do końca Q3 2011. Obligatariusze wyrazili zgodę na zmianę sposobu kalkulacji EBITDA.

W efekcie, zmienił się EBIT za 3Q 2011, prezentowany w raporcie Q4 2011: wzrósł on z 180,8 mln PLN do 266,1 mln PLN.

Wadą zmiany polityki księgowej jest to, że gdyby PBG miało dokonywać sprzedaży aktywów poniżej wartości księgowej, straty z tego tytułu byłyby prezentowane powyżej EBIT.

Covenanty i prognoza zadłużenia

Prognozy zmian zadłużenia

Zakładamy, że w Q1 2012 dług netto Grupy PBG wzrośnie o 190 mln PLN. Związane jest to głównie z:

- zapłatą ostatniej, III raty, za akcje Rafako (160 mln PLN);
- zaciągnięciem przez Rafako kredytu na rzecz przejściowego pokrycia gotówką gwarancji kontraktowych z tyt. kontraktów na budowę 2 bloków energetycznych w Opolu.

W Q2 2012 oczekujemy spadku zadłużenia, w związku z zamianą kredytu na sfinansowanie gwarancji w Opolu na gwarancje bankowe. W Q3 2012 oczekujemy nieznaczного spadku zadłużenia, z uwagi na poprawę kapitału obrotowego, zaś pełni efektu – w Q4 2012.

Na koniec Q4 2011 PBG posiadało około 300 mln PLN wolnych limitów kredytowych (bez uwzględnienia Rafako).

Prognozy zmian zadłużenia Grupy PBG

(mln PLN)	Q4 2011	Q1 2012P	Q2 2012P	Q3 2012P	Q4 2012P
Dług netto Grupy PBG	1 460,0	1 650,0	1 525,0	1 350,0*	1 097,2*

Źródło: DI BRE Banku S.A. *z wyłączeniem planowanej emisji akcji 250 mln PLN

Covenanty bankowe

Na koniec 2011 roku Grupa PBG spełniła covenanty, pomimo wysokiego zadłużenia netto. Przewidujemy, że gdyby nie doszło do zmiany polityki księgowej w Grupie PBG (księgowanie zysków z inwestycji powyżej EBIT), covenanty mogłyby być naruszone na koniec Q2 2012. Na koniec Q1 2012 takiego ryzyka a) nie dostrzegamy; b) covenanty badane są co pół roku. Covenanty badane są na zasadzie porównania zadłużenia netto do EBITDA za 4 ostatnie kwartały (tzw. trailing EBITDA). EBITDA bierze pod uwagę EBITDA Rafako pro forma (dotyczy to okresu styczeń 2011 – październik 2011).

Zmiana polityki księgowej spowodowała przeksięgowanie bardzo dużych zysków z inwestycji i wycen w Q3 2011 z przychodów finansowych i przychodów z inwestycji (pozycja poniżej EBIT) do pozostałych przychodów operacyjnych (powyżej EBIT). W efekcie, po zmianie zasad księgowości, EBITDA w Q3 2011 jest bardzo wysoka i sięga aż 167,7 mln PLN.

EBITDA Q3 2011 jest wykorzystywana w kalkulacji trailing EBITDA po Q2 2012. To znaczy, że PBG zmianą zasad księgowości unika możliwości złamania covenantów w Q2 2012! Na koniec Q3 2011 covenanty nie są badane – gdyby były – ryzyko naruszenia by występowało. Wreszcie na koniec 2012 roku, w Q4 2012, oczekujemy spływu należności z zakończonych kontraktów drogowych. Oznaczać to będzie oddłużenie Grupy.

Poniższe szacunki są konserwatywne – zakładają one jedynie możliwość poprawy kapitału obrotowego, nie uwzględniają emisji akcji PBG oraz sprzedaży aktywów.

Analiza ryzyka naruszenia covenantów w Grupie PBG

(mln PLN)	Q4 2010	Q1 2011	Q2 2011	Q3 2011	Q4 2011	Q1 2012P	Q2 2012P	Q3 2012P	Q4 2012P
Grupa PBG									
EBIT	101,3	33,5	81,7	65,7	70,1 *	64,5	58,4	58,4	37,9
Amortyzacja	11,4	11,2	14,3	16,6	19,0 *	20,1	20,1	20,1	20,1
EBITDA	112,7	44,7	96,0	82,3	89,1 *	84,6	78,4	78,4	58,0
Rafako									
EBIT	17,6	12,1	19,3	31,6	1,0 *				
Amortyzacja	2,9	3,1	3,2	3,2	3,3 *				
EBITDA	20,5	15,1	22,5	34,8	4,3 *				
Dług netto / EBITDA (bez zmiany polityki księgowej)									
EBITDA PBG pro forma **	133,2	59,8	118,5	117,0	93,4	84,6	78,4	78,4	58,0
Dług netto Grupy PBG ***				1 508,7	1 460,0	1 650,0	1 525,0	1 350,0	1 097,2
EBITDA za 4Q				428,6	388,8	413,6	373,5	334,9	299,5
Dług netto / EBITDA				3,52	3,76	3,99	4,08	4,03	3,66
Korekta polityki księgowej dot. księgowania zysków z inwestycji powyżej EBIT									
Pozostałe przychody finansowe		12,2	12,3	36,7					
Pozostałe zyski z inwestycji		4,0	12,5	18,7					
Inne		-3,2	-3,2	-4,8					
Suma korekt		13,0	21,6	50,6					
Dług netto / EBITDA (po zmianie polityki księgowej dot. zysków z inwestycji)									
EBITDA	133,2	72,8	140,1	167,7	93,4	84,6	78,4	78,4	58,0
EBITDA za 4Q				513,8	474,0	485,8	424,2	334,9	299,5
Dług netto / EBITDA				2,94	3,08	3,40	3,60	4,03	3,66

Źródło: DI BRE Banku S.A., Grupa PBG; * PBG: listopad i grudzień wyników Rafako; Rafako: wyniki za październik; ** PBG + Rafako; *** wariant bardzo konserwatywny – nie uwzględniający emisji akcji

Terminy zapadalności zadłużenia PBG

Termin zapadalności	(mln PLN)
Q1 2012	100
Q2 2012	100
Q3 2012	450
Q4 2012	450

Źródło: DI BRE Banku S.A.; Grupa PBG

Wycena akcji PBG

Wycenę akcji PBG dokonaliśmy przy wykorzystaniu metody porównawczej i metody DCF. Wyznaczamy cenę docelową dla PBG na poziomie 67,4 PLN, czyli na poziomie o 27,2% wyższym od ceny rynkowej. Rekomendujemy kupno akcji PBG.

(PLN)	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	65,2	50%
Wycena metodą porównawczą	58,9	50%
Średnia	62,0	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,7%	
Cena docelowa	67,4	

Wycena metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla PBG są polskie spółki budowlane. Przy wykorzystaniu wskaźników P/E i EV/EBITDA na lata 2011-2013, PBG notowane jest z 2% premii na tle grupy porównawczej. Za bardzo dużą premię odpowiada wskaźnik EV/EBITDA oraz nasze konserwatywne podejście do wyceny akcji PBG (w prognozach wyników finansowych nie zakładamy sprzedaży aktywów nieoperacyjnych, co zawyża wskaźnik EV/EBITDA)

Analiza porównawcza akcji PBG na tle branży budowlanej

	P/E 2011	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/EBITDA 2011	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P
Budimex	8,4	9,3	11,5	1,8	4,2	7,1
Erbud	<0	10,2	10,0	<0	6,2	5,5
Elektrobudowa	14,3	12,4	10,4	8,2	7,7	6,5
Mostostal Warszawa	<0	9,7	7,0	<0	3,5	2,7
Polimex Mostostal	7,8	8,1	7,7	5,8	5,5	5,1
Rafako	11,6	10,9	9,3	9,0	6,6	5,1
Unibep	9,4	7,4	7,2	5,6	6,7	4,0
ZUE	8,3	8,6	8,9	5,9	4,5	4,2
Mediana	8,9	9,5	9,1	5,8	5,8	5,1
PBG	3,6	11,6	7,5	6,6	7,9	5,7
Premia (dyskonto)	-58,8%	24,6%	-16,3%	12,6%	36,2%	14,0%
Waga wskaźnika	15,0%	20,0%	15,0%	15,0%	20,0%	15,0%

Wycena DCF

Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 5,5% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Spadek kapitału obrotowego zgodnie z wcześniejszym opisem.
- Jako czynnik zwiększający wycenę uwzględniamy jedynie 25% ze zidentyfikowanych aktywów możliwych do sprzedaży.
- Wprowadzamy nieznaczną korektę w górę (50 mln PLN) poziomów zadłużenia na koniec roku o średnioroczne poziomy zadłużenia.
- Zakładamy emisję akcji za kwotę 250 mln PLN; cena emisyjna: 45,05 PLN (założona emisja akcji rozwadnia cenę docelową, nie wpływa jednak na wartość spółki).
- Udziały mniejszości wyceniamy wg wycen rynkowych.
- Przyjmujemy betę = 1,25, w celu odzwierciedlenia dużego ryzyka związanego z: a) zadłużeniem; b) realizacją dużych kontraktów budowlanych.
- Prognozy przychodów w segmentach zgodne z wcześniejszym opisem.

Model DCF

(mln PLN)	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2021+
Przychody ze sprzedaży	5 014,6	4 300,3	4 272,2	4 453,5	4 610,8	4 766,7	4 920,0	5 078,1	5 233,0	5 387,9	
<i>zmiana</i>	34,3%	-14,2%	-0,7%	4,2%	3,5%	3,4%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%	
EBITDA	289,6	366,1	399,4	416,1	426,6	437,1	447,0	455,9	462,0	473,1	
<i>marża EBITDA</i>	5,8%	8,5%	9,3%	9,3%	9,3%	9,2%	9,1%	9,0%	8,8%	8,8%	
Amortyzacja	79,0	79,4	79,7	80,2	80,6	81,0	81,4	81,8	81,8	81,8	
EBIT	210,7	286,8	319,6	336,0	346,0	356,2	365,6	374,1	380,2	391,3	
<i>marża EBIT</i>	4,2%	6,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	
Opodatkowanie EBIT	40,0	54,5	60,7	63,8	65,7	67,7	69,5	71,1	72,2	74,4	
NOPLAT	170,7	232,3	258,9	272,1	280,3	288,5	296,1	303,0	308,0	317,0	
CAPEX	-249,4	-83,3	-83,7	-84,2	-84,6	-85,0	-85,4	-85,9	-81,8	-81,8	
Kapitał obrotowy *	429,5	3,1	-7,7	-34,6	-28,5	-28,3	-27,6	-28,0	-26,6	-28,5	
Wycena nieruchomości	-4,5	-5,4	-5,5	-5,7	-5,9	-6,1	-6,2	-6,4	-6,6	-6,8	
FCF	425,2	226,0	241,7	227,9	241,9	250,1	258,2	264,5	274,7	281,7	290,1
WACC	10,3%	10,6%	11,0%	11,3%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,9%	
<i>współczynnik dyskonta</i>	92,2%	83,3%	75,1%	67,5%	60,4%	54,1%	48,4%	43,3%	38,7%	34,6%	
PV FCF	391,9	188,4	181,5	153,8	146,2	135,3	125,0	114,5	106,5	97,6	
WACC	10,3%	10,6%	11,0%	11,3%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,9%	
Koszt długu	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	30%	24%	16%	9%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,9%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	3 278,5										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 135,6										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 640,4										
Zdyskontowana wartość FCF	2 776,0										
Dług netto	1 460,0										
Aktywa do spieniężenia	177,2										
Udziałowcy mniejszościowi	399,9										
Korekta o średnioroczne zadłużenie	50,0										
Emisja akcji	250,0										
Wartość firmy	1 293,3										
Liczba akcji (mln)	19,8										
Wartość firmy na akcję (PLN)	65,2										
9-cio miesięczny koszt kapitału wł.	8,7%										
Cena docelowa	70,8										
EV/EBITDA('11) dla ceny docelowej	10,4										
P/E('11) dla ceny docelowej	6,8										
Udział TV w EV	41%										

* w tym spadek zapasów ze sprzedaży lokali

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	64,8	68,0	71,7	75,8	80,4
WACC -0,5pp	64,3	67,6	71,2	75,3	79,9
WACC	63,9	67,2	70,8	74,8	79,4
WACC +0,5pp	63,5	66,7	70,3	74,3	78,9
WACC +1,0pp	63,1	66,3	69,9	73,9	78,4

Rachunek wyników

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	2 089,3	2 578,0	2 740,3	3 733,8	5 014,6	4 300,3	4 272,2
<i>zmiana</i>	51,8%	23,4%	6,3%	36,3%	34,3%	-14,2% *	-0,7% *
Koszt własny sprzedaży	1 751,2	2 185,9	2 393,1	3 317,4	4 613,3	3 851,6	3 792,0
Zysk brutto na sprzedaży	338,1	392,1	347,2	416,4	401,3	448,7	480,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	16,2%	15,2%	12,7%	11,2%	8,0%	10,4%	11,2%
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	-0,1	-9,7	-28,6	-24,5	-24,4
Koszty ogólnego zarządu	-106,8	-109,8	-109,1	-129,2	-160,5	-137,6	-136,7
Wycena nieruchomości komercyjnych			24,2	0,0	4,5	5,4	5,5
Pozostała działalność operacyjna netto	-7,8	4,1	10,4	58,6	-6,0	-5,1	-5,1
EBIT	223,4	286,5	272,7	336,2	210,7	286,8	319,6
<i>zmiana</i>	104,3%	28,2%	-4,8%	23,3%	-37,3%	36,1%	11,5%
<i>marża EBIT</i>	10,7%	11,1%	10,0%	9,0%	4,2%	6,7%	7,5%
Wynik na działalności finansowej	-9,9	-23,9	-5,1	-64,9	-77,1	-52,6	-44,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	213,5	262,6	267,6	271,3	133,6	234,2	275,6
Podatek dochodowy	-25,8	-40,6	-49,1	-49,1	-25,4	-44,5	-52,4
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	-29,7	-11,4	5,8	-15,7	-19,3	-51,3	-58,4
Zysk netto	158,0	210,6	224,3	206,5	88,9	138,4	164,8
<i>zmiana</i>	54,9%	33,3%	6,5%	-8,0%	-56,9%	55,6%	19,1%
<i>marża</i>	7,6%	8,2%	8,2%	5,5%	1,8%	3,2%	3,9%
Amortyzacja	47,1	47,1	46,7	61,1	79,0	79,4	79,7
EBITDA	270,6	333,6	319,4	397,3	289,6	366,1	399,4
<i>zmiana</i>	95,8%	23,3%	-4,3%	24,4%	-27,1%	26,4%	9,1%
<i>marża EBITDA</i>	12,9%	12,9%	11,7%	10,6%	5,8%	8,5%	9,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	13,4	14,3	14,3	14,3	19,8	19,8	19,8
EPS	11,8	14,7	15,7	14,4	4,5	7,0	8,3
CEPS	15,3	18,0	19,0	18,7	8,5	11,0	12,3
ROAE	18,0%	17,5%	15,0%	12,4%	4,7%	6,5%	7,2%
ROAA	6,1%	6,1%	5,1%	3,6%	1,4%	2,4%	2,8%

* spadek przychodów wynika z prognozowanego bardzo dużego ograniczenia działalności PBG w segmencie drogowym

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	2 857,0	4 008,3	4 755,0	6 626,7	5 992,8	5 700,8	5 901,9
Majątek trwały	909,3	1 011,5	1 599,1	2 241,9	2 256,8	2 266,1	2 275,7
WNIIP	14,6	33,0	41,6	52,1	52,1	52,1	52,1
Wartość firmy	333,1	319,0	346,9	882,7	882,7	882,7	882,7
Rzeczowe aktywa trwałe	411,5	368,3	665,4	668,3	672,3	676,3	680,2
Nieruchomości inwestycyjne	41,6	154,1	369,5	374,8	385,8	391,2	396,7
Pozostałe aktywa finansowe	57,2	115,0	114,8	219,2	219,2	219,2	219,2
Pozostałe	51,4	22,2	60,9	44,7	44,7	44,7	44,7
Majątek obrotowy	1 947,6	2 996,8	3 155,8	4 384,8	3 736,0	3 434,6	3 626,3
Zapasy	69,3	233,7	293,5	464,0	344,9	380,6	378,1
Należności	725,1	1 135,8	1 335,0	1 464,3	1 992,1	1 708,3	1 697,2
Należności z tyt. kontraktów budowlanych	777,8	725,6	393,6	1 224,8	154,6	117,8	117,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokres.	21,1	24,2	54,6	93,3	93,3	93,3	93,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	289,7	660,3	863,8	559,3	572,1	555,5	761,5
Pozostałe aktywa finansowe	64,7	217,3	215,4	578,8	578,8	578,8	578,8
(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
PASYWA	2 857,0	4 008,3	4 755,0	6 626,7	5 992,8	5 700,8	5 901,9
Kapitał własny	1 010,9	1 395,3	1 605,2	1 723,4	2 062,3	2 200,6	2 365,4
Kapitał mniejszości	103,7	228,2	226,3	605,7	625,0	676,3	734,7
Zobowiązania długoterminowe	364,8	561,8	985,6	731,2	731,2	731,2	731,2
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	323,1	493,1	914,0	620,0	620,0	620,0	620,0
Rezerwy i inne	41,7	68,7	71,6	111,3	111,3	111,3	111,3
Zobowiązania krótkoterminowe	1 377,7	1 823,1	1 937,9	3 566,4	2 574,3	2 092,6	2 070,6
Pożyczki i kredyty	717,8	641,8	534,7	1 399,3	799,3	599,3	599,3
Zobowiązania wobec dostawców	538,0	1 046,2	1 234,8	1 722,1	1 579,9	1 319,0	1 298,6
Zobowiązania z tyt. kontraktów bud.	15,4	60,5	89,6	216,2	126,4	105,5	103,9
Inne	106,4	74,6	78,8	228,8	68,8	68,8	68,8
Dług	1 040,9	1 134,9	1 448,7	2 019,3	1 419,3	1 219,3	1 219,3
Dług netto	751,2	474,6	585,0	1 460,0	847,2	663,8	457,8
(Dług netto / Kapitał własny)	74,3%	34,0%	36,4%	84,7%	41,1%	30,2%	19,4%
(Dług netto / EBITDA)	2,8	1,4	1,8	3,7	2,9	1,8	1,1
BVPS	75,3	97,6	112,3	120,6	103,9	110,9	119,2

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przepływy operacyjne	-255,2	306,5	433,6	-496,4	689,3	319,3	333,8
Zysk netto	158,0	210,6	224,3	206,5	88,9	138,4	164,8
Amortyzacja	47,1	47,1	46,7	61,1	79,0	79,4	79,7
Kapitał obrotowy	-469,2	121,0	215,9	-759,3	429,5	3,1	-7,7
Pozostałe	8,8	-72,2	-53,3	-4,7	91,9	98,5	96,9
Przepływy inwestycyjne	-191,7	-352,0	-530,0	-150,0	-249,4	-83,3	-83,7
CAPEX	-191,9	-151,0	-390,1	-210,0	-249,4	-83,3	-83,7
Inwestycje kapitałowe	19,7	14,5	-104,6	66,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-19,6	-215,5	-35,2	-6,3	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	325,1	416,9	144,9	496,6	-427,1	-252,6	-44,1
Emisja akcji	292,3	181,8	-0,3	0,0	250,0	0,0	0,0
Dług	74,0	278,5	226,9	656,6	-600,0	-200,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	-20,0	-20,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,4	-1,2	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-121,9	371,4	48,5	-149,8	12,8	-16,5	206,0
Środki pieniężne na koniec okresu	289,7	660,3	863,8	559,3	572,1	555,5	761,5
DPS (PLN)	0,0	0,0	1,4	1,4	0,0	0,0	0,0
FCF	-473,6	249,2	-200,4	-847,4	425,2	226,0	241,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	9,2%	5,9%	14,2%	5,6%	5,0%	1,9%	2,0%

Wskaźniki rynkowe

	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
P/E	4,4	3,5	3,3	3,6	11,6	7,5	6,3
P/CE	3,4	2,9	2,7	2,8	6,2	4,7	4,2
P/BV	0,7	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
P/S	0,3	0,3	0,3	0,20	0,21	0,24	0,24
FCF/EV	-30,5%	17,2%	-12,9%	-30,2%	17,0%	9,5%	10,9%
EV/EBITDA	5,7	4,3	4,9	7,1	8,7	6,5	5,6
EV/EBITDA korygowany *	5,7	4,3	4,9	6,6	7,9	5,7	4,7
EV/EBIT	7,0	5,1	5,7	8,4	11,9	8,3	7,0
EV/S	0,7	0,6	0,6	0,8	0,5	0,6	0,5
DYield	0,0%	0,0%	2,7%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	52,1						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	13,4	14,3	14,3	14,3	19,8	19,8	19,8
MC (mln PLN)	699,7	744,8	744,8	744,8	1033,9	1033,9	1033,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	103,7	228,2	226,3	605,7	625,0	676,3	734,7
EV (mln PLN)	1 554,6	1 447,5	1 556,0	2 810,4	2 506,1	2 373,9	2 226,4

* korekta o różnicę w księgowej i rynkowej wycenie pakietów mniejszościowych

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klisczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PBG

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2011-08-11	2012-01-23	2012-01-26
kurs z dnia rekomendacji	101,90	76,60	76,90
WIG w dniu rekomendacji	37368,93	39518,87	39542,67